دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية

نبيل بوفليح(*)

أستاذ مساعد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،
جامعة الشلف ـ الجزائر.

مقدمة

تُعتبر الأزمة المالية الحالية أخطر أزمة يتعرض لها النظام الاقتصادي العالمي في ظل ظاهرة العولمة، حيث تتجلى خطورتها في مكان ظهورها وسرعة انتشارها، وتداعياتها المباشرة وغير المباشرة على الاقتصاد العالمي، وتُنذر بفشل مختلف الجهود المبذولة منذ فترة الخمسينيات من القرن العشرين من أجل تعزيز التكامل الاقتصادي بين دول العالم.

وفي ظل هذه الظروف، تتباين مساهمات بلدان العالم في التصدّي للأزمة المالية تباين الوزن الاقتصادي لكل بلد ومدى تسببه في الأزمة، بالإضافة إلى مستوى تأثّره بها. وفي السياق نفسه، يُمكن لبعض دول الشرق الأوسط وشمالي أفريقيا أن تؤدي دوراً متميزاً في معالجة الأزمة المالية العالمية بسبب امتلاكها لصناديق ثروة سيادية تتوفر على قدرة تمويل عالية نتيجة استفادتها من الارتفاعات القياسية لأسعار المواد الأولية والطاقوية منذ بداية العقد الحالي.

يهدف بحثنا إلى إبراز الدور الذي قامت به صناديق الثروة السيادية في الحدّ من تداعيات الأزمة المالية، بالإضافة إلى إمكانية اعتبارها أداة ضبط واستقرار تساهم في الحدّ من تقلبات الأسواق المالية العالمية.

أولاً: الأزمة المالية العالمية: الأسباب والتداعيات

تُعد الأزمة المالية العالمية، أو ما يسمّى أزمة الرهون العقارية، أول وأخطر أزمة تواجه الاقتصاد العالمي مع مطلع القرن الحادي والعشرين. وممّا يزيد في خطورتها أن مختلف الجهود المبذولة لمواجهتها منذ نشأتها في الولايات المتحدة الأمريكية صيف ٢٠٠٧ وإلى الآن لم تُفلح

(*) البريد الإلكتروني: boufliih02@maktoob.com.

في الحدّ من توسّعها وانتقالها من أزمة مالية خاصة بالأسواق الماليّة إلى أزمة حقيقية تهدّد الاقتصاد العالمي بالرّكود.

١ ـ أسباب الأزمة المالية العالمية[١]

من المعلوم أن الولايات المتحدة الأمريكية تعدُّ مصدر الأزمة المالية العالمية التي نشأت في شكل أزمة رهون عقارية صيف ٢٠٠٧، لتتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية مع نهاية عام ٢٠٠٨ وبداية عام ٢٠٠٩، بالنظر إلى ارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي. وبالتالي، فإن معظم مُسببّات الأزمة المالية تُنسب إلى الاقتصاد الأمريكي، مع العلم أن هناك مجموعة متشابكة ومعقدة من الأسباب التي حفزت حدوث الأزمة، ويعود بعضها إلى أكثر من عقد الزمان، وهي[٢]:

أ ـ انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية لفترة طويلة من الزمن (٢٠٠١ ـ ٢٠٠٦) نتيجة التخوف من الركود الاقتصادي؛ حيث قام البنك الاحتياطي الفدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك (Feed Rate) أكثر من عشر مرات خلال عام ٢٠٠١ وحده، وذلك من ٦ بالمئة في كانون الثاني/ يناير ٢٠٠١ إلى ١,٧٥ بالمئة في كانون الأول/ ديسمبر من العام نفسه، وهو ما أدّى إلى زيادة مستويات الطلب على مختلف أنواع القروض.

ب ـ حصول تحّول في الاستثمار والإنفاق لصالح القطاع العقاري والإسكاني[٣]؛ فبسبب انخفاض أسعار الفائدة بمستويات كبيرة، وانفجار فقاعة أسعار قطاع التكنولوجيا، ونتيجة تراجع العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات، حصل تحول واضح في الاستثمارات الشخصية لصالح قطاع الإسكان والعقار، وهو ما أدّى إلى ارتفاع طلب العائلات الأمريكية على العقارات، وإلى ارتفاع أسعار المنازل بنسب تجاوزت ١٠٠ بالمئة خلال الفترة ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٣، الأمر الذي شجع الشركات العقارية والجهات المُقرضة الأخرى على تخفيض معايير الإقراض (Mortgage Criteria Lax)، وتقديم مزيد من الإقراض إلى فئات السكان ذوي المخاطر المُرتفعة والدخول المحدودة والسجل الائتماني الضعيف أو غير المعروف.

ج ـ ارتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المُتغيرة مع مرور الوقت، نتيجة ارتفاع معدلات التضخم؛ فبسبب ارتفاع التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦ (٣,٤ و٣,٢ بالمئة)، ارتفعت أسعار الفائدة، فتضاعفت مشكلة القروض

---

(١) للمزيد، انظر: راندال دود وبول مايلز، «تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية،» **التمويل والتنمية** (صندوق النقد الدولي)، السنة ٤٥، العدد ٢ (حزيران/ يونيو ٢٠٠٨)، ص ١٤ ـ ١٨.

(٢) عدلي قندح، «الأزمة المالية العالمية: الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المُحفزة،» **مجلة اتحاد المصارف العربية** (بيروت)، العدد ٣٣٥ (تشرين الأول/ أكتوبر ٢٠٠٨)، ص ٤١ ـ ٤٥.

(٣) انظر: زايري بلقاسم، «الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة،» ورقة قدّمت إلى: الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، جامعة الشلف ـ الجزائر، بتاريخ ٢٥ ـ ٢٦ تشرين الثاني/ نوفمبر ٢٠٠٥، ص ٧ ـ ٩.

العقارية وأصبحت أعباء لا يقوى على تحمّلها معظم المقترضين من ذوي الدخول المتدنية وذوي المخاطر العالية. وبدأت تظهر بشكل جلي حالات التخلف عن السداد (Delinquencies) وحالات الحجز على الرهون (Foreclosures).

د ـ ارتفاع حالات التخلف عن السداد وحالات الحجز على الرهون العقارية؛ بدأت حالات التأخر عن السداد بالارتفاع منذ عام ٢٠٠١، وشملت مختلف أنواع القروض العقارية دون تمييز؛ حيث وصلت إلى ما نسبته ١٦ ـ ٢٠ بالمئة لكافة أنواع القروض، باستثناء القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة، إذ سجلت نسبة أقل من ١٢ بالمئة خلال الفترة ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٦، وهو ما أدى إلى خسارة الشركات العقارية لأموالها، ونتج منه ارتفاع حالات الحجز على الرهون في عامي ٢٠٠٧ ـ ٢٠٠٨.

هـ ـ حدوث انفجار في فقاعة أسعار العقار؛ مع ازدياد حالات التخلف عن السداد، وصلت حالة انتعاش أسعار المنازل إلى نهايتها، وبدأت أسعار المنازل بالانخفاض السريع. وممّا زاد الأمر سوءاً أن انخفاض أسعار العقار تزامن مع انتعاش عمليات بناء المنازل الجديدة، فحصل فائض في العرض استمر حتى عام ٢٠٠٧. وكان من شأن انخفاض أسعار المنازل أن رفع نسبة التخلف عن السداد، وزاد من خسائر الشركات المقرضة نتيجة عدم تغطية أسعار المنازل المحجوزة للقروض والمقدمة إلى العائلات المتخلفة عن السداد.

و ـ تسنيد («توريق») الديون العقارية (Securitization) **وبيعها في الأسواق المالية**[٤]؛ عمدت الشركات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الاقتراض من المؤسسات المالية لمنح قروض عقارية، وذلك عن طريق أدوات الهندسة المالية، حيث قامت ببيع القروض العقارية المرهونة بالعقار وغيرها من القروض المتعثرة على شكل سندات مرهونة بالعقار لبنوك استثمار ومؤسسات مالية أخرى، محلية وأجنبية؛ فخلال الفترة ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٦، بلغت نسبة القروض العالية المخاطر، والمحولة إلى سندات، والمباعة لمستثمرين في الأسواق المالية ما بين٦٠ ـ ٨٠ بالمئة.

ز ـ قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفاً مرتفعاً، نظراً إلى أنها صادرة عن بنوك قوية؛ بما أن الديون العقارية المرتفعة المخاطر قد اشترتها بنوك كبيرة وقوية، مثل «مورغان ستانلي» (Morgan Stanley) و«ليمان براذرز» (Lehman Brothers)، قامت وكالات التصنيف الائتماني (Credit Rating Agencies) بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفاً مرتفعاً آمنا (AAA)، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءاً من الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، وبالتالي كانت الشركات العقارية المقدمة للقروض أولى الجهات

(٤) بلعزوز بن علي وعبو هدى، «الأزمة المالية العالمية: مظاهرها وسبل معالجتها،» ورقة قدّمت إلى: الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية الذي عُقد في جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة ـ الجزائر، بتاريخ ٤ ـ ٥ أيار/ مايو ٢٠٠٩، ص ٧.

المتضررة عند ظهور حالات العجز عن السداد، لتنتقل الصدمة بعد ذلك إلى العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم، التي سجلت خسائر قُدرت بمليارات الدولارات نتيجة امتلاكها لتلك الأوراق العالية المخاطر. كما أن شركات التأمين، وأبرزها شركة «AIG» الأمريكية التي كانت تؤمّن أعداداً ضخمة من الديون العقارية، واجهت خسائر مرتفعة. وقد أدى ذلك كله إلى نقص في السيولة في الأسواق المالية نتيجة فقدان المتعاملين الثقة في الأسواق، فجرت عمليات بيع كبيرة وسريعة لأسهم البنوك والشركات المالية المتعثرة، الأمر الذي أفضى في النهاية إلى انتشار الأزمة المالية لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية.

٢ ـ تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن الخطر في الأزمة المالية الحالية يكمن في سرعة انتشارها بين مختلف دول العالم، وانتقالها من أزمة مالية بحتة إلى أزمة اقتصادية تهدد الاقتصاد الحقيقي بالركود، نظراً إلى الارتباط الوثيق بين السوق المالية والاقتصاد الحقيقي.

سنحاول في ما يلي تحديد آثار هذه الأزمة في الاقتصاد العالمي، بدءاً بالدول المتقدمة، ومروراً بالبلدان العربية، مع إشارة خاصة إلى الجزائر.

أ ـ تداعيات الأزمة على اقتصاديات الدول المتقدمة: تعتبر الدول المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، أكثر الدول تضرراً، وذلك لكونها المسببة الرئيسية للأزمة. ويمكن ذكر مراحل تأثير الأزمة فيها كما يلي[٥]:

ـ سُجل في آب/ أغسطس ٢٠٠٧ انخفاض شديد في أداء البورصة الأمريكية، ليتبعه تدهور أداء مختلف البورصات العالمية بسبب التخوفات من توسّع رقعة الأزمة وتدخّل البنوك المركزية لدعم سيولة السوق.

ـ بين تشرين الأول/ أكتوبر وكانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٧، أعلنت عدة مصارف كبرى انخفاضًا كبيراً في أسعار أسهمها.

ـ بين كانون الثاني/ يناير وتموز/ يوليو ٢٠٠٨، أعلنت عدة مصارف أمريكية وبريطانية إفلاسها. وكان أبرز المصارف الأمريكية بنك بيرسيترنز، الذي اشتراه بنك «جي بي مورغان تشيز» الأمريكي بسعر متدن وبمساعدة مالية من الاحتياطي الفدرالي. وأبرز المصارف البريطانية بنك «نورذرن روك»، الذي قامت الحكومة البريطانية بتأميمه، وبنك «أليانس أند إيستر» البريطاني الذي قام بنك «سانتاندر» الإسباني بشرائه بقيمة ١,٣٣ مليار جنيه فقط.

ـ بين تموز/ يوليو وآب/ أغسطس ٢٠٠٨، اشتدت حمى المخاطر لتقع الكوارث ابتداء من

(٥) مازن حمود، «١٥ شهراً على أزمة القروض السكنية الأمريكية عالية المخاطر (Subprimes): مشاكل تداعيات فرص الحلول ومدى نجاحها،» **مجلة اتحاد المصارف العربية**، العدد ٣٣٥ (تشرين الأول/ أكتوبر ٢٠٠٨)، ص ٤٩ ـ ٥٢.

أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨، حيث وضعت وزارة الخزانة الأمريكية مؤسستي « فين ماي» و«مزيدي ماك» المختصتين بتمويل التسليفات العقارية تحت وصاية الدولة طوال الفترة التي تحتاجان إليها لإعادة هيكلتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود ٢٠٠ مليار دولار أمريكي. كما قام «بنك أوف أمريكا» بشراء بنك الأعمال الأمريكي «ميريل لينش». والأخطر من ذلك إعلان بنك الأعمال الأمريكي «ليمان براذرز» إفلاسه. وقامت الحكومة الأمريكية، بالتعاون مع الاحتياطي الفدرالي، بتأميم أكبر مجموعة تأمين في العالم، وهي شركة «AIG» الأمريكية المهددة بالإفلاس. وأفلس كلّ من بنك «واشنطن ميوتشوال»، سادس بنك أمريكي من حيث حجم الأصول، وجرى تأميم بنك «برادفورد أند بينكلي» البريطاني، وهو المؤسسة البريطانية الرابعة التي تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة التسليف. وقد تزامنت تلك الأحداث كلها كل مع انخفاض رهيب في أداء مختلف البورصات العالمية.

ـ في بداية تشرين الأول/ أكتوبر ٢٠٠٨ تمت المصادقة على خطة الإنقاذ الأمريكية، وهي خطة بقيمة ٧٠٠ مليار دولار تهدف إلى الحفاظ على النظام المالي الأمريكي من خلال تأميم أهم المؤسسات المالية والمصرفية المعرضة لخطر الإفلاس. وفي موازاة ذلك، تبنت مجموعة من الدول الأوروبية خططاً مشابهة للحد من تأثيرات الأزمة في نظامها المالي. لكن تلك الإجراءات لم تمنع الأزمة المالية من التحول إلى أزمة اقتصادية، حيث سُجل تباطؤ في النمو الاقتصادي في معظم الدول المُتقدمة. كما أن الركود الاقتصادي شمل معظم القطاعات الإنتاجية، مثل قطاع إنتاج السيارات، نتيجة انخفاض الاستهلاك الكلّي، بالإضافة إلى امتناع البنوك عن تمويل مختلف القطاعات الإنتاجية بسبب تأثرها بالأزمة المالية، وهو ما أدى في النهاية إلى ارتفاع مُعدلات البطالة في هذه الدول بنسب قياسية خلال كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨ وكانون الثاني/ يناير ٢٠٠٩.

ب ـ تداعيات الأزمة على اقتصاديات البلدان العربية: يمكن تقسيم تأثير الأزمة المالية والمصرفية العالمية في البلدان العربية إلى:

(١) تأثير مباشر، وهو ما يزال محدوداً لسبب رئيسي هو أن أسواق البلدان العربية تتسم بميزتين؛ فبالنسبة إلى الأقطار العربية النفطية، تشكّل صادراتها من النفط والغاز مصدر عائداتها التي تعزز سيولة مصارفها، إضافة إلى نوعية استثماراتها المصرفية التي غالباً ما تكون داخلية. أمّا بالنسبة إلى الأقطار العربية غير النفطية، فإن معظم مصادر تمويل استثماراتها محلية. كما أن أغلب السلطات النقدية العربية تضع قيوداً تحدّ من الاستثمارات الخارجية للمصارف. ورغم ذلك، يلاحَظ أن معظم أسواق رأس المال العربية تأثرت بالأزمة المالية، حيث سُجل انسحاب عدد كبير من المتعاملين في السوق بسبب خوفهم من بلوغ الأزمة قطاعات أساسية وحسّاسة تبنى عليها معظم اقتصاديات دول المنطقة، كقطاع الطاقة وقطاع العقارات.

(٢) تأثير غير مباشر، وهو قد يمسّ البلدان العربية على المدى القريب في حال استمرار الأزمة المالية والاقتصادية خلال عام ٢٠٠٩؛ فبسبب الركود الاقتصادي الذي سُجل في الثلث الأخير من عام ٢٠٠٨، شاملاً معظم الدول المتقدمة، سُجل انخفاض قياسي في أسعار النفط، من ١٤٠ دولاراً للبرميل في تموز/ يوليو ٢٠٠٨ إلى ما لم يتجاوز ٤٥ دولاراً للبرميل خلال

شباط/ فبراير ٢٠٠٩، وهو انخفاض سيؤدي لا محالة إلى تسجيل انخفاض قياسي في مداخيل البلدان العربية النفطية خلال عام ٢٠٠٩ في حال استمرار تدهور أسعار النفط، ما يعني تسجيل انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي، وبالتالي ارتفاع معدلات البطالة. ولن تكون البلدان العربية غير النفطية بمنأى عن ذلك لأن الركود العالمي سيؤدي إلى تدني حجم صادراتها من مختلف السلع والخدمات.

ج ـ تداعيات الأزمة على الجزائر(٦). إن تأثير الأزمة المالية في الجزائر محدود بسبب عدم تطور السوق المالية الجزائرية، وبسبب عدم ارتباط الجهاز المصرفي الجزائري بالخارج واقتصار نشاطه على الداخل. كما أن امتلاك الجزائر احتياطياً كبيراً نسبياً من العملات الصعبة (أكثر من ١٣٣ مليار دولار مع نهاية عام ٢٠٠٧)، وانخفاض حجم ديونها الخارجية (أقل من ٥ مليارات دولار في نهاية عام ٢٠٠٧) يمكّنانها من تجاوز تأثيرات الأزمة على المدى القصير، وبالتالي الاستمرار في تمويل مختلف برامج الاستثمار الحكومية المبرمجة حتى نهاية عام ٢٠٠٩. إلا أن معدل النمو الاقتصادي خلال هذا العام سيُسجل انخفاضاً، مقارنة بالعام الماضي، بسبب الانخفاض المتوقع في أداء قطاع المحروقات الذي يعد القطاع الرائد في الاقتصاد الوطني. أمّا على المدى البعيد، وفي حال استمرار انخفاض أسعار النفط في ما بعد عام ٢٠٠٩، فإن ذلك سيؤدّي إلى تراجع في حجم الاحتياطيات النقدية وتفاقم عجز الموازنة العامة، الأمر الذي سيجبر السلطات على تقليص حجم الاستثمارات العمومية، وهذا يعني، في النهاية، تراجع معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع مستويات البطالة.

ثانياً: سياسات احتواء الأزمة المالية العالمية

يمكن تقسيم سياسات معالجة واحتواء الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، حسب المعيار المكاني، إلى سياسات قطرية خاصة بكل دولة، وسياسات إقليمية نفّذتها مجموعة من الدول المتقدمة.

١ ـ السياسات القطرية: إن الإجراءات المتّبعة من جانب الدول المتقدمة للحدّ من تداعيات الأزمة الحالية تمّت على مرحلتين؛ ففي المرحلة **الأولى**، تدخلت السلطات النقدية والحكومية في السوق المالية منذ بداية الأزمة، وذلك عن طريق ضخّ سيولة نقدية كبيرة في السوق من خلال عمليات شراء وتأميم أصول المؤسسات المالية المُتعثرة، كما فعلت خطة الإنقاذ الأمريكية (التي بلغت قيمتها ٧٠٠ مليار دولار) ابتداء من تشرين الأول/ أكتوبر ٢٠٠٨.

ومع أن هذه الإجراءات هدفت أساساً إلى الحفاظ على استقرار السوق المالية ومنع تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية تؤدي إلى الركود الاقتصادي، فإن هذا الهدف لم يتحقق،

(٦) نبيل بوفليح وعبد الله الحرتسي حميد، «التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية،» ورقة قدّمت إلى: الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية الذي عُقد في جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ص ١٣.

حيث سجلت معظم اقتصاديات الدول المتقدمة معدلات نمو سالبة مع نهاية عام ٢٠٠٨ وبداية عام ٢٠٠٩، وهو ما يعني وقوع ركود اقتصادي نتج منه ارتفاع مستويات البطالة في هذه الدول.

وفي المرحلة **الثانية**، وبعد تحول الأزمة المالية إلى أزمة حقيقية، شرعت معظم الدول المتقدمة مع بداية عام ٢٠٠٩ في تبنّي وتنفيذ سياسات اقتصادية كينزية بغرض رفع معدلات النمو الاقتصادي وتخفيض مستويات البطالة عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري. وفي هذا المجال تقوم الولايات المتحدة الأمريكية في الوقت الحالي بتنفيذ خطة استثمار حكومية تدعى «مخطط الإنعاش وإعادة الاستثمار»، وتبلغ قيمتها ٧٨٧ مليار دولار ستصرف على مشاريع البنى التحتية، وقطاعات التعليم والصحة والطاقة، بالإضافة إلى أن جزءاً منها (٢٧٥ مليار دولار) هو عبارة عن تخفيضات ضريبية.

٢ ـ السياسات الإقليمية: تمثّلت على وجه الخصوص في الإجراءات المتخذة عقب قمة العشرين (G 20)[٧]، المنعقدة في لندن في نيسان/ أبريل ٢٠٠٩، مع العلم أن أهداف القمة تمثّلت في[٨]:

ـ إعادة الثقة في الاقتصاد العالمي من خلال العمل على رفع معدلات النمو والتشغيل.

ـ إصلاح وتعزيز حوكمة النظام المالي.

ـ إعادة بناء وإصلاح المؤسسات المالية العالمية بهدف عكس مسار الأزمة الحالية والوقاية من الأزمات المستقبلية.

ـ ترقية التجارة الدولية والاستثمار مع العمل على الحد من الإجراءات الحمائية.

ـ دعم الرقي والتطور العالمي من خلال العمل على تحقيق تنمية مستدامة مع مراعاة الجانب البيئي.

إن تحقيق هذه الأهداف تطلب اتخاذ مجموعة من الإجراءات أهمها:

ـ تقديم دعم مالي لصندوق النقد الدولي بقيمة ٧٥٠ مليار دولار أمريكي، وإصدار حصة جديدة من وحدات حقوق السحب الخاصة بقيمة ٢٥٠ مليار دولار أمريكي لتعزيز القدرة الائتمانية للصندوق.

ـ تقديم دعم إلى البنك الدولي للتنمية بقيمة ١٠٠ مليار دولار أمريكي.

ـ توفير مبلغ ٢٥٠ مليار دولار من أجل دعم تمويل التجارة الدولية، واستعمال الموارد الإضافية الناتجة من عملية بيع احتياطي ذهب صندوق النقد الدولي في تمويل الدول الأكثر فقراً في العالم.

(٧) «قمة العشرين» عبارة عن قمة يتم عقدها دورياً تضم الدول الـ ٢٠ الأكثر تقدماً في العالم.

(٨) «Les Principaux points du communiqué final du sommet du G20 a Londres,» Agence de Presse Chinoise, <http://www.frenchxinhuanet.com/french/2000-04/03/content_851087.htm>.

ـ تطبيق سياسة مالية توسعية عن طريق تنفيذ برامج ومخططات إضافية في الدول الأعضاء، قيمتها الإجمالية ١١٠٠ مليار دولار أمريكي، بهدف رفع معدلات النمو الاقتصادي والتشغيل.

ثالثاً: صناديق الثروة السيادية ودورها في معالجة الأزمة المالية العالمية

١ ـ تعريف صندوق الثروة السيادية: يعرّف صندوق الثروة السيادي بأنه آلية أو أداة يُنشئها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض الميزان التجاري، أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة بهدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخلياً أو خارجياً في الأسواق المالية العالمية أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية. ومع مطلع عام ٢٠٠٨، بلغ عدد صناديق الثروة السيادية ٥٢ صندوقاً قيمة أصولها ٣٦٥٢,٧ مليار دولار أمريكي[٩].

الجدول الرقم (١)
معلومات عامة حول بعض صناديق الثروة السيادية

عام التأسيس	البلد	التسمية الرسمية للصندوق	أصول الصندوق (مليار دولار أمريكي)	موارد الصندوق
١٩٥٣	الكويت	هيئة الكويت للاستثمار	٢١٣	نفط
١٩٧٤	سنغافورة	Temasek Holdings	١١٠	الفائض التجاري
١٩٧٦	الإمارات العربية المتحدة	هيئة أبو ظبي للاستثمار	٨٧٥	نفط
١٩٩٠	النرويج	Governement pensions fund	٣٢٢	نفط
١٩٩٣	ماليزيا	Khazanah nasional « BHD »	١٨	نفط
١٩٩٧	الصين	State Administration of Foreign Exchange Investment Company	٣١١	احتياطي الصرف
٢٠٠٠	الجزائر	صندوق ضبط الموارد	٣٥	محروقات
٢٠٠٠	قطر	هيئة قطر للاستثمار	٥٠	نفط
٢٠٠٣	روسيا	Stabilisation Fund « SFRF »	١٥٧	نفط

المصدر: «Les Fonds souverains: Une Menace à relativiser, un partenariat à construire,» Bienvenue au Sénat, <http://www.senat.fr/rap/r07-336/r07-3360.html>.

٢ ـ أنواع صناديق الثروة السيادية: يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية، وفقاً لمعايير معيّنة، إلى عدة أنواع:

أ ـ وفقاً لمجال عمل الصندوق

(١) **صناديق سيادية محلية** يتركز نشاطها داخل البلد، على غرار صندوق ضبط الموارد في الجزائر، وصندوق الاستقرار في روسيا.

(٩) «Largest Funds by Assets Under Management,» Sovereign Wealth Fund Institute, <http://www.swfinstitute.org/funds.php>.

(٢) **صناديق سيادية دولية** يمتد نشاطها خارج البلد، مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار، وصندوق النفط النرويجي.

ب ـ وفقاً لموارد الصندوق

(١)صناديق سيادية نفطية تتأتى مواردها أساساً من الصادرات النفطية، مثل صندوق ضبط الموارد الجزائري، وصندوق النفط النرويجي.

(٢) **صناديق سيادية غير نفطية** تتمثل مواردها أساساً في فائض الميزان التجاري واحتياطيات الصرف، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية، على غرار سنغافورة والصين.

ج ـ وفقاً لوظيفة الصندوق

(١) صناديق ادخار، على غرار صندوق ضبط الموارد في الجزائر.

(٢)صناديق استثمارية تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة، مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار.

د ـ وفقاً لدرجة الاستقلالية

(١) صناديق سيادية حكومية، وهي صناديق تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار. كما أنها لا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة، على غرار صندوق ضبط الموارد الجزائري.

(٢) صناديق سيادية مستقلة نسبياً، وهي صناديق سيادية تتمتع بالاستقلالية النسبية عن الحكومة، إذ تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، على غرار صندوق النفط النرويجي.

٣ ـ التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية: يمكن تحديد المناطق التي تتركز فيها صناديق الثروة السيادية من خلال الجدول الرقم (٢):

الجدول الرقم (٢)

التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

المنطقة الجغرافية	النسبة المئوية
الشرق الأوسط	٤٤
آسيا	٣٥
أوروبا	١٧
أمريكا	٢
باقي مناطق العالم	٢

المصدر: «SFF institute, SWFs by region,» Sovereign Wealth Fund Institute (April 2009), <http://www.swfinstitute.org/funds.php>.

يبين الجدول الرقم (٢) أن صناديق الثروة السيادية تتركز في ثلاث مناطق هي:

ـ **منطقة الشرق الأوسط**، باستحواذها على نسبة ٤٤ بالمئة من صناديق الثروة السيادية، وذلك بسبب الوفرة المالية التي تتميز بها دول المنطقة باعتبارها أكبر منطقة منتجة ومُصدّرة للنفط في العالم، وهو ما يبين أهمية الدور الذي يمكن أن تؤديه دول المنطقة في التخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية.

ـ **منطقة آسيا** التي تستحوذ على ١٧ بالمئة من الصناديق السيادية، حيث تعتبر الصين وسنغافورة وماليزيا من أبرز الدول الآسيوية التي لديها صندوق سيادي، مع العلم أن موارد صناديق هذه الدول تتمثل أساساً في الفوائض التجارية المحققة، بالإضافة إلى احتياطيات الصرف التي تتوفر عليها دول المنطقة.

ـ **منطقة أوروبا** التي يساوي نصيبها من الصناديق السيادية ١٧ بالمئة، مع العلم أن النرويج تعد أبرز دولة أوروبية لديها صندوق سيادي باعتبارها أكبر دولة منتجة ومصدّرة للنفط في أوروبا.

٤ ـ دور صناديق الثروة السيادية في التخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية: من المعلوم أن الولايات المتحدة الأمريكية تعَدُّ مصدر الأزمة المالية العالمية التي نشأت في شكل أزمة رهون عقارية صيف ٢٠٠٧، لتتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية مع نهاية عام ٢٠٠٨ وبداية عام ٢٠٠٩ بالنظر إلى ارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي، وبالتالي فإن المدة الزمنية التي استغرقتها الأزمة للتحول من أزمة رهون عقارية خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية تعادل عاماً ونصف عام، وهذا التباطؤ النسبي المسّجل في سرعة تحول وانتقال الأزمة يرجع إلى المساهمة الفعّالة لصناديق الثروة السيادية في الحدّ من توسعها، وذلك كما يلي:

ـ في منتصف عام ٢٠٠٧، ظهرت أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل عدواها بسرعة إلى السوق المالية الأمريكية ومعظم الأسواق المالية الأوروبية، وهو ما أدّى إلى فقدان ثقة المستثمرين بهذه الأسواق، وبالتالي تسجيل انخفاض ملحوظ في درجة سيولتها، وتدن رهيب في قيمة أسهم الشركات والمؤسسات المالية النشطة، الأمر الذي هدد الشركات والبنوك بالإفلاس، إلا أن تدخل أبرز وأهم صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية ساهم في التقليل من حدة الخطر، حيث قامت هذه الصناديق خلال الفترة الممتدة من أيار/ مايو ٢٠٠٧ إلى كانون الثاني/ يناير ٢٠٠٨ بشراء ٦٥ مليار دولار أمريكي من أسهم مختلف الشركات والبنوك والمؤسسات المالية الناشطة في السوقين الأمريكية والأوروبية. والجدول التالي يبين ذلك:

الجدول الرقم (٣)
تدخلات بعض صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية

تاريخ التدخل	الصندوق المتدخل	استثمارات الصندوق (مليار دولار)	المؤسسات المستفيدة	نسبة المساهمة في رأس المال (بالمئة)
٢/ ٥/ ٢٠٠٧	هيئة دبي للاستثمار	١,٢	«HSBC» bank	غير محددة
٦/ ٢٠٠٧	الصين «CIC»	٣	Blackstone	٩,٩
٢٣/ ٧/ ٢٠٠٧	سنغافورة «Temasek»	١,٤	Barclays	٣,١
٢٠/ ٩/ ٢٠٠٧	أبو ظبي «مبادلة»	١,٣٥	Carlyle	٤,٣
٦/ ١١/ ٢٠٠٧	هيئة أبو ظبي للاستثمار	٧,٥	Citigroup	٤,٩
١٩/ ١٢/ ٢٠٠٧	الصين «CIC»	٥	Morgan Stanley	٩,٩
٤/ ٤/ ٢٠٠٨	الصين «SAFE»	٢,٧	Total	١,٦
١٥/ ١/ ٢٠٠٨	هيئة الكويت للاستثمار	٦,٦	Merrill Lynch	٤,٨

المصدر: «Les Fonds souverains: Une Menace à relativiser, un partenariat à construire».

يتبيّن لنا مما سبق أن صناديق الثروة السيادية ساهمت بشكل كبير في الحد من سرعة تحول وانتقال أزمة الرهون العقارية إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وذلك بنجاحها النسبي في الحفاظ على سيولة السوق المالية الأمريكية والأوروبية خلال الفترة الممتدة من أيار/ مايو ٢٠٠٧ إلى بداية عام ٢٠٠٨. إلا أن هذا النجاح لم يدم طويلاً؛ إذ تفاقمت شدة الأزمة مع منتصف عام ٢٠٠٨ لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية ولتتحول الأزمة مع نهاية ٢٠٠٨ وبداية عام ٢٠٠٩ إلى أزمة اقتصادية حقيقية شملت معظم دول العالم، بما فيها الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، حيث سجلت خسائر معتبرة بالنسبة إلى الصناديق المساهمة في الأسواق المالية المتقدمة بسبب انخفاض قيمة أصولها المالية (الأسهم والسندات)، بالإضافة إلى تراجع مواردها المتأتية أساساً من الصادرات النفطية نتيجة تأثر أسعار النفط بالأزمة الاقتصادية العالمية. ورغم ذلك، فإنه لا يمكن تحميل صناديق الثروة السيادية ومن ورائها الدول المالكة لها مسؤولية فشلها في التّصدي للأزمة المالية العالمية، بالنظر إلى مجموعة من العوامل الموضوعية التي يمكن ذكرها فيما يلي:

ـ تعتبر الدول المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، المتسببة الرئيسية في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية. وبالتالي، فإن التصدي للأزمة ومعالجتها يجب أن يتمّا أولاً من قِبل الدول المسببة لها.

ـ إن السياسات المطبّقة من قبل الدول المتقدمة لمعالجة الأزمة المالية منذ نشأتها منتصف ٢٠٠٧ وإلى غاية نهاية عام ٢٠٠٨ تميزت بالانفرادية والتباين وعدم وجود تنسيق بين

الدول المتقدمة، وهو ما أدّى إلى فشلها في التصدي للأزمة المالية العالمية.

٥ ـ أثر الأزمة المالية العالمية في صناديق الثروة السيادية: إن تدخّل صناديق الثروة السيادية للحفاظ على استقرار وسيولة الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية مع بداية الأزمة لم يُرفَق بالدعم والمساندة اللازمين من الدول المتقدمة، عن طريق تنفيذ سياسات فعالة لمعالجة مسببات الأزمة، وهو ما أدّى في النهاية إلى عدم قدرة هذه الصناديق على الحفاظ على استقرار الأسواق المالية لمدة طويلة، وبالتالي تسجيلها لخسائر مالية معتبرة، حيث قدرت مؤسسة «مورغان ستانلي»[١٠]، أن صناديق الثروة السيادية تعرضت لخسائر تتراوح بين ٥٠٠ و٧٥٠ مليار دولار أمريكي، بحيث تقلص إجمالي الموجودات الحالية التي تديرها من ٣٠٠٠ مليار دولار إلى ما بين ٢٣٠٠ و٢٥٠٠ مليار دولار في غضون اثني عشر شهراً. كما توقعت المؤسسة نفسها أن تصل قيمة موجودات الصناديق إلى ٩٧٠٠ مليار دولار عام ٢٠١٥ بدلاً من ١٢٠٠٠ مليار دولار المتوقعة من قبل المؤسسة نفسها أوائل صيف ٢٠٠٧[١١].

ورغم ذلك، فإنه يمكن لصناديق الثروة السيادية في الوقت الحالي أن تساهم بشكل فعال في نجاح الخطة الموضوعة من جانب الدول الأعضاء في قمة العشرين المنعقدة في نيسان/ أبريل ٢٠٠٩ للتصدي للأزمة، وذلك من خلال تغطية جزء هام من المتطلبات المالية للخطة التي تنص على ضرورة توفير دعم مالي لصندوق النقد الدولي والبنك العالمي بقيمة ٨٥٠ مليار دولار أمريكي. وفي السياق عينه، أعربت كلٌّ من الصين وروسيا[١٢] مؤخراً عن استعدادهما لشراء سندات صادرة عن صندوق النقد الدولي بقيمة ٦٠ مليار دولار أمريكي[١٣].

عموماً، يمكن القول إن معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية تتطلب تضافر جهود مختلف دول العالم، بما فيها الدول المتقدمة والدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، باعتبار أن جميع الأطراف متضررة منها، مع العلم أن تأثير الأزمة في صناديق الثروة السيادية يتم بصورة مباشرة عن طريق الخسائر التي تتحملها الصناديق نتيجة انخفاض أسعار أصولها المالية (أسهم وسندات) في الأسواق المالية، وبصورة غير مباشرة، عن طريق انخفاض مواردها نتيجة انخفاض أسعار مختلف المنتجات والمواد، بما فيها أسعار المحروقات في الأسواق الدولية[١٤].

(١٠) مؤسسة «مورغان ستانلي» من بين أكبر المؤسسات المصرفية الأمريكية المختصة بالاستثمار في مختلف الأسواق المالية العالمية.

(١١) سفين بيرينت، «صناديق الثروة السيادية الخليجية: إدارة الثروة في زمن الاضطراب،» **استشرافات في السياسة** (مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي) (شباط/ فبراير ٢٠٠٩)، ص ٢.

(١٢) حيث تعتزم الصين شراء ٥٠ مليار دولار من السندات، بينما ترغب روسيا في شراء ١٠ مليارات دولار من السندات الخاصة بصندوق النقد الدولي.

(١٣) «La Chine Veut 50 MDS de dollars d'obligations du FMI,» *El Watan Economie* (8 juin 2009), p. 13.

(١٤) تشير إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية لعام ٢٠٠٨ إلى أن النفط والغاز يمثلان المورد الرئيسي لـ ٦١ بالمئة من صناديق الثروة السيادية الموجودة في العالم.

خلاصة

تُعتبر الأزمة المالية والاقتصادية الحالية أكبر تحد يواجه العالم في ظل ظاهرة العولمة، وذلك بالنظر إلى تداعياتها الخطيرة على الاقتصاد العالمي. وبالرغم من عدم مسؤولية الدول النامية عن الأزمة، فإن الحد من آثارها ومعالجتها يتطلبان وجود تنسيق وتعاون دوليين، بالإضافة إلى مساهمة جميع دول العالم، بما فيها الدول النامية، في التصدي لها.

لقد ساهمت دول منطقة الشرق الأوسط بصورة فعالة في التصدي للأزمة العالمية منذ بدايتها في صيف ٢٠٠٧، وذلك عن طريق تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية للحفاظ على استقرارها وسيولتها. إلا أن هذا النجاح لم يستمر طويلاً بسبب فشل السياسات الانفرادية لمعالجة الأزمة المطبّقة في تلك الفترة من قبل الدول المتقدمة، وهو ما أدى إلى توسع الأزمة وتحولها إلى أزمة اقتصادية عالمية مع نهاية عام ٢٠٠٨ ومطلع عام ٢٠٠٩.

يمكن لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا أن تقوم بدور متميز في معالجة الأزمة الاقتصادية العالمية، بالنظر إلى امتلاكها ٤٤ بالمئة من إجمالي صناديق الثروة السيادية في العالم، وذلك عن طريق مساهمتها في تنفيذ وتمويل الخطة العالمية للخروج من الأزمة المتفق عليها في نيسان/ أبريل ٢٠٠٩■